

Tilburg University

De relatie tussen aandeelhoudersstructuur en beschermingsconstructies

Jeunink, A.A.; Kabir, M.R.

Published in:
De Naamlooze Vennootschap

Publication date:
1993

[Link to publication in Tilburg University Research Portal](#)

Citation for published version (APA):
Jeunink, A. A., & Kabir, M. R. (1993). De relatie tussen aandeelhoudersstructuur en beschermingsconstructies. *De Naamlooze Vennootschap*, 71(4), 90-95.

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

De relatie tussen aandeelhoudersstructuur en beschermingsconstructies

Drs A.A. Jeunink en dr M.R. Kabir zijn beiden verbonden aan de Vakgroep Bedrijfseconomie Katholieke Universiteit Brabant Tilburg.

Inleiding

Ondernemingen onderscheiden zich door de wijze waarop de aandelen zijn verdeeld over de verschillende aandeelhouders. Sommige ondernemingen worden gekenmerkt door een grote spreiding van het aandelenbezit. Bij andere ondernemingen is het aandelenbezit meer geconcentreerd bij enkele grootaandeelhouders. Er zijn dus verschillen in de eigendomsverhoudingen van ondernemingen.¹ Die verschillen kunnen indicaties zijn voor de mate waarin de aandeelhouders zich al dan niet actief² zullen opstellen ten aanzien van de onderneming. Met name grootaandeelhouders zullen waarschijnlijk betere mogelijkheden hebben om zich intensief met de gang van zaken binnen de onderneming bezig te houden, terwijl de mogelijkheden voor de kleine aandeelhouders om toezicht op het management te houden veel geringer zijn. Bij een grote spreiding van het aandelenbezit zal het voor de kleine aandeelhouders niet lonen om toezicht op het management te houden.

In de literatuur is aandacht besteed aan de invloed die de aandeelhoudersstructuur heeft op de totstandkoming van beschermingsconstructies. Enerzijds geven onderzoeken aan dat beschermingsconstructies een negatieve invloed hebben op de waarde van het aandelenvermogen, anderzijds kunnen de meeste beschermingsconstructies niet worden aangenomen zonder toestemming van diezelfde aandeelhouder. In dit onderzoek zal daarom worden nagegaan of er een relatie bestaat tussen beschermingsconstructies en aandeelhoudersstructuur. Brickley, Lease en Smith (1988) constateren dat grootaandeelhouders vaker tegen voorstellen voor beschermingsconstructies stemmen. Uit de resultaten van Agrawal en Mandelker (1990) blijkt dat de invloed van beschermingsconstructies op aandelenkoersen negatiever is als het aandelenbezit minder geconcentreerd is. Jarrell en Poulsen (1987) constateren dat het belang van institutionele aandeelhouders in het aandelenvermogen van ondernemingen met schadelijke beschermingsconstructies relatief laag

Dit artikel is als volgt opgebouwd. Allereerst zal een korte inleiding gegeven worden over beschermingsconstructies. Daarna zullen de theoretische aspecten van de betekenis van de aandeelhoudersstructuur voor beslissingen van het management aan bod komen.

Vervolgens zal empirisch worden onderzocht of er een verband bestaat tussen aandeelhoudersstructuur en de aanwezigheid van beschermingsconstructies.

2 Beschermingsconstructies

Onder beschermingsconstructies verstaan wij alle maatregelen genomen op initiatief van het bestuur van een onderneming die de bedoeling hebben om te verhinderen dat de onderneming wordt overgenomen. Voorbeelden zijn preferente beschermingsaandelen, prioriteitsaandelen, certificering van aandelen. Daarnaast biedt het wettelijke structuurregime ook een bepaalde mate van bescherming (Rietkerk, 1991).

Over de wenselijkheid van beschermingsconstructies bestaat een aantal uiteenlopende opvattingen (Moerland, 1992). Argumenten van voorstanders van beschermingsconstructies zijn onder andere dat de hoge premies die veelal rieraal worden bij het overnemen komen van vijandige overnames ten koste gaan van de overige belanghebbenden in de onderneming, en dat een voortdurende overnamedreiging ertoe leidt dat het management zich teveel richt op de korte termijn. Ook wordt beweerd dat het management van het doelwit door de aanwezigheid van beschermingsconstructies in het onderhandelingsproces met de bieder een hogere overnamepremie kan realiseren. Anderzijds bestaat in de visie van tegenstanders de veronderstelling dat beschermingsconstructies dienen om de positie van het management veilig te stellen ten koste van de aandeelhouders.

Empirisch onderzoek lijkt aan te geven dat beschermingsconstructies een negatieve invloed hebben op de aandeelhouderswaarde, hoewel de gevonden resultaten niet altijd even duidelijk zijn. De reden hiervan zou kunnen zijn dat de cumulatie van beschermingsconstructies in met name de Verenigde Staten minder is dan in Nederland. Cantrijn en Kabir (1992) vinden een significant negatieve prijsreactie van gemiddeld 10% binnen 20 dagen na plaatsing van preferente aandelen. Pound (1987) constateert dat ondernemingen met beschermingsconstructies een significant lagere kans lopen om te worden overgenomen en dat aandeelhouders in het doelwit verstoken blijven van een overnamepremie. Ook Walkling en Long (1984) constateren dat verzet niet leidt tot een feitelijk hogere overnamepremie. Deze resultaten lijken er op te wijzen dat beschermingsconstructies een negatief effect hebben op aandelenkoersen.

3. Aandeelhoudersstructuur

Wat is aandeelhoudersstructuur?

Onder aandeelhoudersstructuur wordt verstaan de manier waarop de aandelen zijn verdeeld over de verschillende aandeelhouders. Aandelen kunnen ver-

* De auteurs danken P. Moerland, Th. Nijman, G. Rietkerk en A. Schmeits voor hun nuttige suggesties bij het tot stand komen van dit artikel.

1. Moerland (1993) onderscheidt bovendien verschillen in eigendomsstructuur tussen het 'market-oriented' systeem (o.m. de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk) en het 'network-oriented' systeem (o.m. Nederland, Duitsland, Frankrijk en Japan).

spread zijn over een groot aantal kleine aandeelhouders, of ze kunnen zich in handen bevinden van enkele grootaandeelhouders. McEachem (1975) onderscheidt drie manieren waarop ondernemingen met betrekking tot hun aandeelhoudersstructuur kunnen worden ingedeeld. Ondernemingen zijn 'externally-controlled' indien er sprake is van een of meer grootaandeelhouders die geen deel uitmaken van het management. Ondernemingen zijn 'ownercontrolled' indien de **grootaandeelhouder van een onderneming tevens deel** uitmaakt van het management, en ondernemingen zijn 'management-controlled' indien het aandelenbezit zo gespreid is dat de aandeelhouders op geen enkele wijze direct zeggenschap uitoefenen binnen de onderneming. Een andere classificatie komt van Mintzberg (1983). Hij onderscheidt twee dimensies waarin aandeelhouders kunnen verschillen, namelijk betrokkenheid en concentratie. De dimensie 'betrokkenheid' maakt onderscheid tussen aandeelhouders die beslissingen van het management trachten te beïnvloeden en **aandeelhouders uit dat niet doen. 'Concentratie' heeft** betrekking op de grootte van het belang van de aandeelhouders in het aandelenvermogen van de onderneming.

Determinanten van de aandeelhoudersstructuur

Demsetz en Lehn (1985) onderscheiden een aantal factoren die van invloed kunnen zijn op de aandeelhoudersstructuur. Een eerste factor is de grootte van de onderneming. Indien een onderneming groter is zal het bezit van een gegeven percentage van het eigen vermogen meer kapitaal eisen. Omdat een belegger maar een beperkte hoeveelheid middelen heeft zal dat de concentratiegraad verkleinen. Daarnaast zal zijn risico-afkeer dit effect versterken, omdat hij niet zijn hele vermogen in één onderneming wil beleggen. Voorts is 'control potential' van invloed op de aandeelhoudersstructuur. Dit is toeneming van de waarde die mogelijk is door een effectiever toezicht op het management. Een van de factoren die hiervoor bepalend is, is de ondernemingsspecifieke onzekerheid. In een stabiele omgeving is het relatief eenvoudig om het management te controleren. In een minder stabiele omgeving wordt dit een stuk moeilijker, en zijn het alleen nog grootaandeelhouders die hiertoe in staat zijn. Een laatste te noemen determinant heeft betrekking op ondernemingen die onder een 'gereguleerd toezicht' vallen, zoals bijvoorbeeld banken die onder het toezicht van de centrale bank vallen. Hierdoor hoeven de aandeelhouders zelf minder toezicht te houden en is een geconcentreerd aandelenbezit minder noodzakelijk.

De rol van de aandeelhouder

In de financieringsliteratuur is inmiddels veel aandacht besteed aan de rol die de grootaandeelhouder kan vervullen bij het toezicht op het management. Volgens Shleifer en Vishny (1986) kan een overname alleen succesvol zijn indien er sprake is van een aandeelhouder met een substantieel minderheidsaandeel. Wanneer dit aandeel wordt vergroot neemt de kans op een overname toe en daarmee ook de waarde van de onderneming. Door de dreiging die hiervan

uitgaat zorgt deze aandeelhouder dat het management handelt in het belang van de aandeelhouders.

Een andere reden waarom de aanwezigheid van een grootaandeelhouder leidt tot beter toezicht op het management heeft te maken met de informatie-ongelijkheid die er bestaat tussen management en aandeelhouders (Hill en Snell, 1989). Aandeelhouders kan het ontbreken aan informatie die het management wel heeft. Indien het aandelenbezit geconcentreerd is kunnen de aandeelhouders eenvoudiger hun acties coördineren en informatie eisen van het management. Hierdoor kan er een beter toezicht worden uitgeoefend.

De rol van de institutionele aandeelhouder

Ook over de gevolgen van grote belangen van institutionele aandeelhouders zijn de meningen verdeeld. Enerzijds wordt beweerd dat het nemen van grote belangen door institutionele aandeelhouders ten koste kan gaan van de liquiditeit van de aandelen. **Anderzijds wordt gesteld** dat grote belangen van institutionele aandeelhouders kunnen leiden tot lagere faillissementskosten (Kester, 1991). Pound (1988) formuleert drie hypothesen over het gedrag van institutionele aandeelhouders (o.m. banken, verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen). De 'efficiënt monitoring' hypothese veronderstelt dat institutionele aandeelhouders maximalisatie van de waarde van de aandelen voorop stellen. De 'conflict of interest' hypothese geeft weer dat institutionele aandeelhouders ook nog andere relaties met de onderneming hebben, **en dientengevolge kunnen ze worden geleid** naar andere motieven dan de maximalisatie van de waarde van de onderneming. De 'strategie alignment' hypothese veronderstelt dat instituties en ondernemingen strategische relaties onderhouden, omdat ze het voordeliger achten om samen te werken.

4. Hypothesen

Met een toename van de aandelenconcentratie zullen de aandeelhouders actiever kunnen participeren in het **stemproce**s, **en kunnen zij zich beter laten informeren** bij voorstellen van het management zoals bijvoorbeeld de introductie van beschermingsconstructies. Deze veronderstelling leidt tot de volgende toetsbare hypothese met betrekking tot de relatie tussen beschermingsconstructies en aandeelhoudersstructuur:

Ondernemingen met beschermingsconstructies worden gekenmerkt door een lagere concentratie van het aandelenbezit.

Men kan eveneens de rol van institutionele aandeelhouders (banken en verzekeringsmaatschappijen) onderzoeken. Indien een **groot** aandeel van institutionele aandeelhouders leidt tot een beter toezicht op het management, kan daaruit de volgende toetsbare hypothese worden afgeleid:

Ondernemingen met beschermingsconstructies zullen worden gekenmerkt door een lager belang van institutionele aandeelhouders.

5. Empirisch onderzoek: data en methodologie

De data

Uitgangspunt van het onderzoek zijn alle ondernemingen waarvan in het kader van de Wet Melding Zeggenschap (WMZ) meldingen zijn ontvangen over de identiteit van aandeelhouders. De gegevens over de aandeelhoudersstructuur zijn gebaseerd op een publicatie in Het Financieele Dagblad van 20 maart 1992. Uit deze lijst zijn de beleggingsmaatschappijen en onroerend goed maatschappijen weggelaten. Wat overblijft is een lijst van 183 fondsen waarvan meldingen zijn ontvangen. Vier fondsen die niet officieel zijn genoteerd, zijn eveneens weggelaten. Verder zijn twee fondsen (Ordina en Wester Suiker), waarbij het totale aandelenbezit boven de 100% uitkwam, eveneens weggelaten zodat er nog 177 fondsen overblijven. Deze gegevens zijn daarna gecontroleerd met het totaaloverzicht dat is verschenen in de Volkskrant van 7 maart 1992. Vervolgens zijn de meldingen die zijn verschenen in Het Financieele Dagblad tot 9 mei 1992 hieraan toegevoegd.

Voor de gegevens over de beschermingsconstructies is uitgegaan van een lijst, die is samengesteld door Voogd (1990), met daarin alle beursgenoteerde ondernemingen en de beschermingsconstructies die zij hebben per 10 november 1989. De vijf beschermingsconstructies die daarin worden onderscheiden zijn: prioriteitsaandelen, preferente aandelen, bindende voordracht, stemrechtbeperking, en certificering van aandelen.² Vervolgens is gekeken of zich in deze gegevens veranderingen hebben voorgedaan tot mei 1992. Daarvoor zijn berichten in Het Financieele Dagblad en Beursplein 5 geraadpleegd.

Tabel 1 geeft een overzicht van de ondernemingen en het aantal door Voogd genoemde beschermingsconstructies dat zij hebben. Uit het overzicht blijkt dat meer dan 90% van de ondernemingen één of meer beschermingsconstructies hebben. Verder kan men zien dat meer dan 25% van de ondernemingen drie of meer beschermingsconstructies heeft.

Wij hebben ook informatie over de verdeling van de verschillende beschermingsconstructies. Van de 177 onderzochte fondsen hebben 79 (44,6%) fondsen prioriteitsaandelen, 105 (59,3%) fondsen hebben de mo-

gelijkheid tot uitgifte van preferente aandelen, 64 (36,2%) fondsen hebben de mogelijkheid tot een bindende voordracht, 7 (4%) fondsen hanteren de stemrechtbeperking en 70 (39,5%) fondsen kennen gecertificeerde aandelen. De mogelijkheid tot uitgifte van preferente aandelen is dus de meest voorkomende beschermingsconstructie in Nederland.

De methodologie

De steekproef van 177 fondsen wordt eerst verdeeld in verschillende groepen op grond van het aantal beschermingsconstructies. Vervolgens wordt met behulp van een t-toets onderzocht of er een significant verschil bestaat tussen de gemiddelde aandeelhoudersconcentratie per groep. Als maatstaf voor de aandelenconcentratie worden respectievelijk, het aandeel van de grootste aandeelhouders (C_1), het aandeel van de drie grootste aandeelhouders (C_3) en het totaal van alle pakkethouders-¹ (C_{akket}) in het aandelenvermogen van de ondernemingen genomen.

Tevens wordt onderzocht of het verband tussen beschermingsconstructies en aandeelhoudersconcentratie verschilt per beschermingsconstructie. Hierbij wordt gebruik gemaakt van de volgende regressievergelijking:

$$C = \alpha_0 + a_1 D_1 + a_2 D_2 + a_3 D_3 + a_4 D_4 + a_5 D_5 + e \quad (1)$$

waarbij:

C = aandelenconcentratiegraad

a_j = parameter die het verband aangeeft tussen de aanwezigheid van beschermingsconstructie i en de concentratiegraad

D_i = dummyvariabele met waarde 1 indien onderneming beschermingsconstructie i heeft.

Als er geen verband bestaat tussen de aanwezigheid van beschermingsconstructie i en aandelenconcentratie, zal a_j de waarde nul moeten hebben. Indien een grotere concentratie van het aandelenbezit er toe leidt dat een onderneming minder beschermingsconstructies aanneemt, zal a_j een negatieve waarde hebben. De regressieresultaten zullen ook aanwijzingen bevatten met betrekking tot de vraag welke beschermingsconstructies door de aandeelhouders schadelijker worden geacht. Voor de beschermingsconstructies die het meest schadelijk zijn, zal de waarde van a_j het meest negatief zijn.

6 Resultaten

Aandeelhoudersconcentratie

Uit een eerste analyse van de gegevens blijkt dat meer dan de helft van de aandelen van Nederlandse ondernemingen zich in handen bevindt van grootaandeelhouders. Het aandeel van de grootste aandeelhouder is gemiddeld 30,8%, het aandeel van de grootste drie

2. Uiteraard zijn er meerdere beschermingsconstructies aanwezig bij Nederlandse beursgenoteerde fondsen. Van deze vijf beschermingsconstructies is bekend bij welke ondernemingen ze wel of niet aanwezig zijn.

3. Pakkethouders zijn alle aandeelhouders die meer dan 5% van de aandelen bezitten, en dus verplicht zijn dat te melden volgens de Wet Melding Zeggenschap.

Tabel 1. Cumulatie van beschermingsconstructies bij Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen

aantal beschermingsconstructies	aantal fondsen	percentage
0	16	9,1
1	52	29,4
2	62	35,0
3	39	22,0
4	8	4,5
totaal		100

Bron: Voogd (1990) en Het Financieele Dagblad

Tabel 2. Frequentieverdeling van aandelenconcentraties* bij 177 Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen

range (%)	C ₁		C ₃		C _{pakket}	
	frequentie	cum %	frequentie	cum %	frequentie	CUI %
0 < C < 25	85	48,0	41	23,2	38	21,5
25 < C < 50	53	77,9	61	57,6	41	44,6
50 < C < 75	31	95,4	49	85,3	58	77,4
75 < C ≤ 100	8	100	26	100	40	100

* De grootste aandeelhouders (C₁), de drie grootste aandeelhouders (C₃) en alle pakkethouders (C_{pakket})

aandeelhouders is gemiddeld 45,2% en het aandeel van alle pakkethouders samen is gemiddeld 51,1%. In vergelijking met de Verenigde Staten en Japan is de concentratiegraad in Nederland een stuk hoger.

De verdeling van de aandeelhoudersconcentratie bij de onderzochte 177 Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen wordt gepresenteerd in tabel 2. Bij 48% van de ondernemingen bezit de grootste aandeelhouder minder dan 25% van de aandelen, en bij 23,2% van de ondernemingen bezitten de drie grootste aandeelhouders minder dan 25% van de aandelen. Indien men kijkt naar het totaal van alle pakkethouders, dan blijkt dat nog maar bij 21,5% van de ondernemingen deze aandeelhouders minder dan 25 procent van de aandelen bezitten, en bij 44,6% van de ondernemingen bezitten de pakkethouders minder dan 50 procent van de aandelen.

Om te onderzoeken wat de rol is van institutionele aandeelhouders, zal ook worden gekeken naar het totale aandeel van Nederlandse banken en verzekeringsinstellingen⁴ (C_{jmt}) in het vermogen van de ondernemingen uit de steekproef. Deze groep beleggers heeft een aandeel van gemiddeld 10% in het vermogen van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen. Het institutionele belang is overigens bij 90% van de ondernemingen minder dan 25 procent van de aandelen.

Aandelenconcentratie en beschermingsconstructies

In tabel 3 wordt de gemiddelde concentratiegraad van ondernemingen weergegeven met respectievelijk 0, 1, 2, 3 en 4 beschermingsconstructies. In het onderste gedeelte van de tabel wordt met behulp van t-waarden aangegeven of de verschillen in aandelenconcentraties tussen de onderscheiden groepen statistisch significant zijn. Het aandeel van de grootste aandeelhouders bij ondernemingen zonder beschermingsconstructies is bijna 13 procentpunten hoger dan ondernemingen met één beschermingsconstructie. Bij ondernemingen met één beschermingsconstructie heeft de groep van grootste aandeelhouders een 11 procentpunten hoger aandeel dan ondernemingen met twee beschermingsconstructies. Beide verschillen zijn significant op een 95% betrouwbaarheidsinterval. Ondernemingen met drie beschermingsconstructies hebben een iets hogere concentratiegraad dan ondernemingen met twee beschermingsconstructies, hoewel dit verschil niet significant is. Bij vier beschermingsconstructies is de concentratiegraad weer lager dan bij ondernemingen met drie beschermingsconstructies.

4. De institutionele aandeelhouders die zijn meegenomen zijn: ABN/Amro, Aegon, Amev/VSB, AVCB, Delta Lloyd, ING, NIB, Ohra, RKC-holding en de Zwolsche Algemeene. In de steekproef is deze groep beleggers verantwoordelijk voor een derde van alle meldingen.

Tabel 3. Het verschil in aandelenconcentratie tussen ondernemingen met een verschillend aantal beschermingsconstructies

aantal beschermingsconstructies	aantal ondernemingen	concentratiegraden			
		C	C ₃	C _{pakket}	C _{jmt}
0	16	48,51	65,21	73,08	7,83
	52	35,88	53,01	59,78	12,16
2	62	24,99	37,59	41,48	9,36
3	39	28,99	42,24	49,93	9,01
4	8	20,33	27,04	29,99	7,45
t(0,1)		2,00**	1,91*	2,17**	-1,27
t(1,2)		2,78**	3,46**	3,92**	1,11
t(2,3)		-0,78	-0,96	-1,59	0,13
t(3,4)		0,95	1,72*	2,02**	0,35

** Significant op een 95% betrouwbaarheidsinterval; * Significant op een 90% betrouwbaarheidsinterval

Tabel 4. Geschatte coëfficiënten in regressievergelijkingen met de concentratiegraad als afhankelijke variabele en de beschermingsconstructie.

Onafhankelijke variabele	aantal	Afhankelijk			
		C	ikk		
constante		43,61	61,99	69,29	9,68
prioriteitsaandelen	79	-3,60	-5,42	-4,87	-4,10*
preferente aandelen	105	-8,96*	-13,40*	16,65*	2,21
bindende voordracht	64	0,42	-0,18	-0,52	-1,35
stemrechtbeperking		-19,52*	-24,73*	28,17*	-1,08
certificering		-13,23*	-13,67*	-12,36*	3,16

* Significant 5% betrouwbaarheidsniveaus

Uit de tabel blijkt dus dat een grotere spreiding van het aandelenbezit samen gaat met een grotere cumulatieve van beschermingsconstructies. Men kan namelijk zien dat hoe meer beschermingsconstructies een onderneming heeft, des te lager de concentratie van het aandelenbezit is. Dit resultaat is een ondersteuning van de hypothese dat een grotere concentratie van aandelenbezit zorgt voor een beter toezicht op het management. Deze resultaten komen overeen met Brickley, Lease en Smith (1988). Verder zijn de resultaten strijdig met de opvatting dat bij een grote spreiding van het aandelenbezit de aandelenmarkt en de overnamemarkt een toezichthoudende rol op het management vervullen. Het blijkt dat het management bij een grote spreiding van het aandelenbezit juist mogelijkheden gebruikt om deze mechanismen buiten werking te stellen door de invoering van beschermingsconstructies.

Tabel 3 geeft ook informatie over het belang van de institutionele beleggers. Daaruit blijkt geen verband tussen het aandeel van institutionele beleggers en het aantal beschermingsconstructies. Wel is het aandelenvermogen in handen van institutionele aandeelhouders bij ondernemingen met één beschermingsconstructie bijna 5 procentpunten hoger dan bij ondernemingen zonder beschermingsconstructies. Dit verschil is echter niet significant. Bij meer beschermingsconstructies loopt het aandeel weer langzaam terug.

Vervolgens is onderzocht of het verband tussen concentratie van het aandelenbezit en de aanwezigheid van beschermingsconstructies verschilt per beschermingsconstructie. De resultaten hiervan worden weergegeven in tabel 4. De coëfficiënt van de regressievergelijking geeft het verschil in gemiddelde aandelenconcentratie in procentpunten tussen ondernemingen met en zonder die beschermingsconstructie.

Uit de tabel blijkt dat er een negatief verband bestaat tussen aandelenconcentratie en iedere beschermingsconstructie afzonderlijk. Het negatieve verband is het grootste voor preferente aandelen, certificering en stemrechtbeperking. Het aandeel van de drie grootste aandeelhouders is gemiddeld 13 procentpunten lager bij ondernemingen met preferente aandelen in vergelijking met ondernemingen zonder preferente aandelen. Voor ondernemingen met certificaten is hun aandeel ook 13 procentpunten lager dan ondernemin-

gen zonder certificaten. En bij stemrechtbeperking loopt het verschil op tot 25 procentpunten. Dit zou een aanwijzing kunnen zijn dat deze beschermingsconstructies de 'meest schadelijke' (vanuit het gezichtspunt van de aandeelhouders) beschermingsconstructies zijn. Met een lagere aandelenconcentratiegraad kan het verzet tegen beschermingsconstructies niet effectief zijn.

Vervolgens is dezelfde regressie wederom uitgevoerd met het belang van institutionele aandeelhouders als afhankelijke variabele. Voor deze regressie verschillen de meeste coëfficiënten niet significant van nul. Er kan op basis van deze steekproef geen verband worden aangetoond tussen het aandeel van institutionele aandeelhouders en de aanwezigheid van beschermingsconstructies.

7. Samenvatting en conclusies

Deze studie kijkt of er een relatie bestaat tussen de aandeelhoudersstructuur en de aanwezigheid van beschermingsconstructies bij 177 Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen. Er is onderzocht of er een verband bestaat tussen beschermingsconstructies en de concentratie van het aandelenbezit. Vervolgens is onderzocht of dit verband ook bestaat tussen de aanwezigheid van beschermingsconstructies en het aandeel van banken en verzekeringsmaatschappijen.

Twee conclusies kunnen worden getrokken uit de resultaten van het onderzoek. In de eerste plaats blijkt dat ondernemingen met beschermingsconstructies gekenmerkt worden door een lagere concentratie van het aandelenbezit. Dit geldt met name voor ondernemingen met preferente aandelen, certificaten en stemrechtbeperking. De resultaten ondersteunen de hypothese dat een grotere concentratie van aandelenbezit leidt tot een beter toezicht op het management zodat er meer rekening wordt gehouden met de belangen van de aandeelhouder. Tevens zijn de resultaten strijdig met de hypothese die stelt dat als het aandelenbezit gespreid is, de aandelenmarkt en de overnamemarkt de toezichthoudende rol vervullen. Uit de resultaten blijkt namelijk dat als het aandelenbezit verspreid is, het management juist mogelijkheden heeft om via beschermingsconstructies de overnamemarkt buiten werking te stellen.

Verder geven de resultaten aan dat het niet alleen belangrijk is wat de concentratie van het aandelenbezit is, maar ook wie de aandeelhouders zijn. Het lijkt erop dat de gemiddelde aandelenconcentratie van institutionele aandeelhouders zoals banken en verzekeringsmaatschappijen geen duidelijke relatie heeft met het aantal beschermingsconstructies.

Literatuur

Agrawal, A.A. & Ivanov, G.N., 1990, 'Large Shareholders and the Monitoring of Managers: The Case of Antitakeover Charter Amendments', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, jrg. 25, nr 2, p. 143-161.

Brickley, J.A. & Lease, R.C. & Smith, C.W., 1988 'Ownership Structure and the Voting on Antitakeover Amendments', *Journal of Financial Economics*, jrg. 20, p. 276-291.

Cantrijn, A.L.R. & Kabir, M.R., 1992, 'De Invloed van Preferente Beschermingsaandelen op Aandelenkoersen', *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfshuishoudkunde*, jrg. 66, nr 7/8, p. 328-340.

Demsetz, H. 1983, 'The Structure of Ownership and the Theory of the Firm', *Journal of Law and Economics*, jrg. 26, p. 375-390.

Demsetz, H. & Lehn, K., 1985, 'The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences', *Journal of Political Economy*, jrg. 93, nr 6, p. 1155-1177.

Hul, C.W.L. & Snell, S.A., 1989, 'Effects of Ownership Structure and Control on Corporate Productivity', *Academy of Management Journal*, jrg. 32, nr 1, p. 25-46.

Jarrell, G.A. & Poulsen, A.B., 1987, 'Shark Repellents and Stock Prices: The Effects of Antitakeover Amendments Since 1980', *Journal of Financial Economics*, jrg. 19, p. 127-168.

Kester, W.C., 1991, *Japanese Takeovers: The Global Contest for Corporate Control*, Boston, Harvard Business School Press.

Malatesta, P.H. & Walking, R.A., 1988, 'Poison Pill Securities: Stockholder Wealth, Profitability and Ownership Structure', *Journal of Financial Economics*, jrg. 20, p. 347-376.

McEachern, W.A., 1975, *Managerial Control and Performance*, Lexington Books.

Mintzberg, H., 1983, *Power in and Around Organizations*, Prentice Hall.

Moerland, P.W., 1992, *Fusie en Overname*, Rotterdamse Monetair Studies, Wolters-Noordhoff.

Moerland, P., 1993, Alternative Disciplinary Mechanisms in Different Corporate Systems, Manuscript, Tilburg University.

Pound, J., 1987, 'The Effects of Antitakeover Amendments on Takeover Activity: Some Direct Evidence', *Journal of Law and Economics*, jrg. 30, p. 353-367.

Pound, J., 1988, 'Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight', *Journal of Financial Economics*, jrg. 20, p. 237-265.

Rietkerk, G., 1991, *Onderneming en Vermogensmarkt*, Stenfert Kroese.

Shleifer, A. & Vishny, R.W., 1986, 'Large Shareholders and Corporate Control', *Journal of Political Economy*, jrg. 94, nr 3, p. 461-488.

Voogd, R.P., 1990, 'Certificering en 1%-regeling, bijlage' in Geens, K. e.a., red., *Beschermingsconstructies*, Kluwer.

Walking, R.A. & Long, M.S., 1984, 'Agency Theory, Managerial Welfare, and Takeover Bid Resistance', *Rand Journal of Economics*, jrg. 15, p. 54-68.

Prof. dr P.H.A.M. Verhaegen en
mr A.J.M. Timmermans

Oriëntatienota fiscaal vestigingsklimaat

Prof. dr P.H.A.M. Verhaegen en mr A.J.M. Timmermans zijn beiden werkzaam bij het Verbond van Nederlandse Ondernemingen (VNO).

Inleiding

De aantrekkelijkheid van een land als vestigingsplaats voor ondernemingen wordt in belangrijke mate bepaald door het daar geldende fiscale klimaat. Dat is nog weer eens bevestigd door een op initiatief van de Europese Commissie wereldwijd uitgevoerde enquête. Bijna 62% van de vierduizend geënquêteerde ondernemers kwalificeert de belastingheffing als 'zeer tot uiterst belangrijk' en nog eens 25% geeft 'belangrijk' als oordeel. Dat wil zeggen dat voor negen van de tien ondernemers de belastingheffing een belangrijke tot uiterst belangrijke factor is bij het nemen van een investeringsbesluit. Slechts 7,5% — nog niet een op de tien ondernemers — vindt de belasting 'onbelangrijk'.¹

Overheden weten dat. Het is duidelijk te zien dat in een globaliserende economie waar belemmeringen voor investeringen en handel in snel tempo zijn afgenomen, ook de fiscale beleidsconcurrentie toeneemt. Nederland dreigt in deze concurrentiestrijd sterk achterop te geraken. Onze traditioneel sterke

punten worden internationaal gekopieerd, terwijl onze zwakke punten blijven.

Dat is een zorgelijke ontwikkeling. Tegen deze achtergrond is de door staatssecretaris Van Amelsvoort op 6 oktober 1992 aan de Tweede Kamer gestuurde Oriëntatienota Fiscaal Vestigingsklimaat weliswaar te kwalificeren als een degelijk werkstuk maar tegelijkertijd is het een onvoldoende benutte en dus gemiste kans. De kabinetsnota onderkent met recht een aantal zwakke punten, maar blijft bij het tackelen daarvan steken in een breed scala van aangekondigde studies. Concreet beleid is in de nota te schaars aanwezig. Dit is opmerkelijk, zeker als men ziet welke veranderingen hebben plaatsgevonden en nog plaatsvinden in Europese landen, maar ook in andere landen op de wereld die in een globaliserende economie steeds meer onze directe concurrenten worden. Onvoldoende vooruitgang is hier zeker positie verliezen. Opvallend is dat als het gaat om kabinetsnota's als NMP, de bewindslieden zich haasten om mede te ondertekenen, terwijl hier de eenzame handtekening van staatssecretaris prijkt.

Dubbele tangbeweging

Nederland is bezig in een klimaat van economische schaalvergroting, globalisering van markten en economische eenwording in West Europa, zijn concurrentiepositie op fiscaal terrein te verspelen. Ons land zit beknelde in een dubbele tangbeweging. De eerste tang wordt veroorzaakt door de veel te hoge collectieve uitgaven. De collectieve lastendruk was reeds inter-

1. Zie onderzoeken Price Waterhouse in opdracht van het ministerie van EZ van oktober 1991 en maart 1992. Zie ook *Corporate Tax Harmonisation in the E.C.* van het Centre for European Policy Studies. CEPS Working Party Document, nr 4, p. 31. Zie verder het onderzoek door het Comité Ruding, EC Tax Review 1992, nr 2, p. 105.